

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620120153632

UDC_____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

金融加速器、资本流动与汇率制度

Financial Accelerator, Capital Flow and Exchange Rate Regime

张 雪 鹿

指导教师姓名: 朱 孟 楠 教 授

专 业 名 称: 国 际 金 融 学

论文提交日期: 2 0 1 5 年 3 月

论文答辩时间: 2 0 1 5 年 5 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

2015 年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

2015 年 月 日

摘要

现有研究认为金融加速器在危机传染中发挥重要作用：资本外逃使本币贬值，恶化持有外债的企业的财务状况，提高其风险溢价，进而引起额外的投资下降和经济衰退。其中，资本自由流动和浮动汇率制虽然符合市场机制，却加重了危机传染，并放大汇率的杠杆作用。而中国的真实情况是：企业不仅在宽货币环境下借入低成本美元，并且长期的贸易顺差还令其积累了更多的外币资产。这就导致企业虽然部分依赖外债进行投资生产，但本币贬值又产生正面的金融加速器效应。

那么基于这一现实背景，在中国，金融加速器模型需要做出哪些修正？外币资产在其中发挥怎样的作用？相应的，资本项目开放政策和汇率制度又可以作出什么调整？理清这些问题可以认识金融加速器机制下，外部危机如何影响中国；理解国际收支模式对于建立抵御外部风险的宏观经济基础的重要性；并为资本项目逐步开放、资本流动审慎管理、汇率制度选择等提供理论依据和政策建议。

本文首先通过建立一个动态随机一般均衡（DSGE）的主模型，探讨中国特有情况下金融加速器效应有多大，与国际收支双顺差有何关系，资本项目开放程度和汇率制度又该如何选择。然后就其中的三个环节进行补充说明，包括：（1）个体行为产生的外部性与外债审慎管理；（2）考虑外汇供需曲线弹性，资本流动管理与汇率制度该如何搭配；（3）当前人民币汇率制度是否符合模型结论？

本文研究表明：外币资产积累可以缓解金融加速器效应及外债外部性，是一国抵抗外部风险的重要宏观经济基础，并因此赋予了资本流动和汇率制度更大的自由度。为矫正外债过多的外部性，需要对资本流动进行审慎管理。资本项目开放程度会影响外汇供需曲线弹性，需要搭配相应的汇率制度以平抑汇率的过多波动。我国现行汇率制度虽具有一定弹性，但货币篮子中，国际收支中重要货币的权重偏低。基于此，本文建议：考虑采取适度经常项目盈余、资本项目平衡的国际收支模式。鉴于我国外币资产较为充足，可有管理的推进资本项目开放，并且汇率制度的放松需与此同步。重视货币篮子对国际收支中重要货币的“参考”。

关键词：金融加速器；资本流动；汇率制度

Abstract

Contemporary academic study shows that financial accelerator plays an important role in crisis contagion. With the flight of capital devaluing home currency, the financial standing of enterprises bearing foreign debt is worsening, which increases their risk premiums and thus leads to extra investment decline and economy recession. Despite of free flow of capital and floating exchange rate regime in line with market mechanism, they could exacerbate crisis contagion and amplify the leverage effect of exchange rate. China's reality is that enterprises not only borrow low-cost US dollar in the quantitative easing environment, but also accumulate more foreign currency assets due to long-term trade surplus. With regard to this, though enterprises partially rely on foreign capital, the devaluation of home currency would produce positive financial accelerator effect.

Provided this background, how to modify the financial accelerator model in China? What role do foreign currency assets play thereof? What adjustment can capital account opening policy and exchange rate regime make correspondingly? Answering these questions can help us understand how the external crisis affect China under the financial accelerator mechanism and the importance for the mode of balance of payments in building the macroeconomic foundation to withstand external risk. It also provides theoretical basis and policy suggestions for capital account opening, prudential capital controls, and choice of exchange rate regime.

By establishing a dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model, the thesis firstly discusses China's financial accelerator effect, its relationship with double surplus of balance of payments, and how to choose capital account opening policy and exchange rate regime. Then, the thesis supplements the DSGE model in the following three areas: (1) Externality deriving from individual behavior and prudential management of foreign debt; (2) Considering the elasticities of foreign exchange supply and demand, how to match capital flow management and exchange rate regime;

(3) Does the current Renminbi exchange rate regime fit the implications of the model?

The thesis produces the conclusions as follows: The accumulation of foreign currency assets can alleviate the financial accelerator effect and foreign debt externality, which is the important macroeconomic foundation to withstand external risk. Thus it gives more freedom of capital flow and exchange rate. Prudential capital controls is necessary to correct the externality of overborrowing. The degree of capital account openness influences the elasticities of foreign exchange supply and demand, calling for corresponding exchange rate regime to prevent the exchange rate from excessive fluctuation. Despite of certain flexibility, China's contemporary exchange rate regime fails to place enough weights on the important currencies of balance of payments in its currency basket. Based on the above, the thesis makes the following policy suggestions: Consider implementing the balance of payments mode of moderate current account surplus and capital account equilibrium. Given sufficient foreign currency assets, it's recommended to open capital account gradually with relaxing the exchange rate control simultaneously. Lay stress on the weights of the important currencies of balance of payments in the currency basket.

Key Words: Financial Accelerator; Capital Flow; Exchange Rate Regime

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与研究意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	2
第二节 研究思路与主要内容	2
一、研究思路	2
二、主要内容	4
第三节 研究方法	5
一、规范研究与实证研究相结合	5
二、宏观分析与微观分析相结合	6
三、比较研究	6
四、模型推导与逻辑推理相结合	6
五、总结归纳法	6
第四节 创新之处及难点	7
一、创新之处	7
二、难点	7
第二章 主要理论与文献综述	8
第一节 货币危机理论	8
一、第一代货币危机理论	8
二、第二代货币危机理论	11
三、第三代货币危机理论	12
四、货币危机传染理论	14
五、相关的实证研究	15
第二节 金融加速器理论	17
一、金融加速器的概念	17
二、金融加速器的影响渠道	19
三、金融加速器理论的发展	20

四、金融加速器理论的中国应用	21
五、金融加速器机制的检验方法	23
六、金融加速器下的货币政策和汇率制度	24
第三节 中国外币资产与负债的形成	26
一、中国的外币资产负债情况	26
二、中国外币资产的形成机理	29
三、中国外币负债的形成机理	31
四、中国外币资产负债的未来趋势	32
本章总结	33
第三章 中国国际收支双顺差下的金融加速器效应	34
第一节 引言	34
第二节 DSGE 模型框架	35
一、家庭	35
二、企业	37
三、商业银行	40
四、中央银行	41
五、市场出清	41
六、本币、外币资产负债比与金融加速器	42
第三节 参数校准和数值模拟	42
一、参数校准	42
二、数值模拟	43
第四节 模拟结果的深度分析	51
一、外币资产与负债对于中国的现实意义	51
二、国际收支模式	51
三、外币应收账款、应付账款的账龄	53
四、资本项目开放的经济基础	53
五、再论汇率制度的选择	54
本章总结	55
第四章 外债外部性、金融加速器与外币资产	57
第一节 引言	57

第二节 基本理论模型	58
一、模型描述	58
二、一阶条件	59
三、信贷约束松弛	60
四、信贷约束束紧	60
第三节 金融加速器及其影响因素	61
一、金融加速器传导机制	61
二、金融加速器影响因素	62
第四节 外债外部性：外债借入过多	63
一、金融加速器下的流动资产边际效应	64
二、外债过多的外部性	65
三、外债外部性的影响因素	67
第五节 中国外债管理	67
本章总结	69
第五章 资本流动、外汇供需曲线弹性和汇率制度——基于境内外人	
民币汇率的比较研究	72
第一节 引言	73
第二节 人民币汇率决定：一个微观模型	74
一、外汇需求函数	74
二、外汇供给函数	75
三、影响境内外汇率差异的因素	76
第三节 模型的实证检验	76
一、数据来源与变量选择	77
二、回归分析	80
三、方差分解	81
第四节 实证结果的深度分析	82
一、境内外人民币汇率之差的 AR 过程	82
二、境内外风险偏好的不同	82
三、境内外人民币汇率波动率的差异	85
四、境内人行的外汇干预	86

五、境内外的利率差异	86
本章总结	86
第六章 汇改后人民币汇率制度：货币篮子构成、汇率弹性和波动	89
第一节 引言	89
第二节 研究方法说明	90
一、回归方程的建立	90
二、数据来源和变量选择	91
三、因子分析	92
第三节 实证结果及其分析	94
一、实证结果	94
二、人民币对 SDR 升值	95
三、货币篮子	96
四、汇率弹性	99
第四节 人民币实际有效汇率的波动	100
本章总结	102
第七章 结论、政策建议与研究展望	104
第一节 结论	104
第二节 政策建议	106
第三节 本文的不足及未来研究方向	108
参考文献	109
附录	118
附录 1：国内外经济体动态方程的完整描述	118
A、国内经济体	118
B、国外经济体	119
附录 2：第三章 DSGE 程序	121
附录 3：外债外部性存在的证明	126
致 谢	127
作者在攻读博士期间的科研成果	128

Contents

1. Introduction	1
1.1 Research Background and Significance	1
1.1.1 Research Background	1
1.1.2 Significance of Research	2
1.2 Research Structure and Content	2
1.2.1 Research Structure	2
1.2.2 Content	4
1.3 Research Method	5
1.3.1 Normative Research and Empirical Study	5
1.3.2 Macro and Micro Analysis	6
1.3.3 Comparative Study	6
1.3.4 Model Deduction and Logic Reasoning	6
1.3.5 Method of Summing-up and Induction	6
1.4 Innovation and Difficulties	7
1.4.1 Innovation	7
1.4.1 Difficulties	7
2. Main Theory and Literature Review	8
2.1 Theory of Currency Crisis	8
2.1.1 the First Generation of Currency Crisis Theory	8
2.1.2 the Second Generation of Currency Crisis Theory	11
2.1.3 the Third Generation of Currency Crisis Theory	12
2.1.4 Theory of Currency Crisis Contagion	14
2.1.5 Related Empirical Study	15
2.2 Theory of Financial Accelerator	17
2.2.1 Definition of Financial Accelerator	17
2.2.2 Influence Channels of Financial Accelerator	19
2.2.3 Development of Financial Accelerator Theory	20
2.2.4 China's Practice of Financial Accelerator Theory	21
2.2.5 Testing Methods of Financial Accelerator Theory	23
2.2.6 Monetary Policy and Exchange Rate Regime under Financial	

Accelerator	24
2.3 Formation of China's Foreign Currency Assets and Liabilities	26
2.3.1 China's Foreign Currency Assets and Liabilities	26
2.3.2 Formation Mechanism of China's Foreign Currency Assets	29
2.3.3 Formation Mechanism of China's Foreign Currency Liabilities	31
2.3.4 Future Trend of China's Foreign Currency Assets and Liabilities	32
Chapter Summary	33
3. The Financial Accelerator Effect under Double Surplus of China's	
Balance of Payments	34
3.1 Introduction	34
3.2 Structure of DSGE Model	35
3.2.1 Households	35
3.2.2 Firms	37
3.2.3 Commercial Banks	40
3.2.4 Central Banks	41
3.2.5 Market Clearing	41
3.2.6 Ratios of Assets-Liabilities Denominated in Home and Foreign Currencies and Financial Accelerator	42
3.3 Parameters Calibration and Numerical Simulation	42
3.3.1 Parameters Calibration	42
3.3.2 Numerical Simulation	43
3.4 Deep Analysis of Simulation Results	51
3.4.1 Pragmatic Significance of Foreign Currency Assets and Liabilities for China	51
3.4.2 Mode of Balance of Payments	51
3.4.3 Aging of Accounts Receivables and Payables Denominated in Foreign Currency	53
3.4.4 the Economic Foundation of the Opening of Capital Account	53
3.4.5 Another Discussion of Selection of Exchange Rate Regime	54
Chapter Summary	55
4. Foreign Debt Externality, Financial Accelerator and Foreign	
Currency Assets	57

4.1 Introduction	57
4.2 Basic Theoretical Model	58
4.2.1 Model Description	58
4.2.2 First Order Conditions	59
4.2.3 Loosened Credit Budget	60
4.2.4 Constrained Credit Budget	60
4.3 Financial Accelerator and Its Influencing Factors	61
4.3.1 Conduction Mechanism of Financial Accelerator	61
4.3.2 Influencing Factors of Financial Accelerator	62
4.4 Foreign Debt Externality: Overborrowing	63
4.4.1 Marginal Utility of Liquidity	64
4.4.2 Overborrowing of Foreign Debt Externality	65
4.4.3 Influence Factors of Foreign Debt Externality	67
4.5 China's Foreign Debt Management	67
Chapter Summary	69
5. Capital Flow, Elasticities of Foreign Exchange Supply and Demand and Exchange Rate Regime——Based on the Comparative Study of CNY and CNH	72
5.1 Introduction	73
5.2 Determination of Renminbi Exchange Rate: A Micro Model	74
5.2.1 Function of Foreign Exchange Demand	74
5.2.2 Function of Foreign Exchange Supply	75
5.2.3 Influencing Factors of Disparity of CNY and CNH	76
5.3 Empirical Test of the Model	76
5.3.1 Data Source and Variables	77
5.3.2 Regression Analysis	80
5.3.3 Variance Decomposition	81
5.4 Deep Analysis of Empirical Results	82
5.4.1 AR Process of Disparity of CNY and CNH	82
5.4.2 Risk Appetite Disparity of CNY and CNH	82
5.4.3 Volatility Disparity of CNY and CNH	85
5.4.4 Intervention of People's Bank of China	86

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库